

グローバルゼーション下の中国金融経済^{*}

——人民元改革と外貨準備増加からの考察——（その1）

China's Financial Economy under Economic Globalization

——on the Reform of RMB and the Increase of the Foreign Reserves——

金 澤 孝 彰

Kanazawa, Takaaki

ABSTRACT

Whither the Mainland China's currency (RMB)? In this paper, the trend and the prospect of RMB since the reform in July 2005 are discussed referring to the framework of the macroeconomic policy trilemma. There, both domestic and international impacts that the rapidly enlarged foreign reserves of China have brought about are focused on concerning with the possibilities of internal-oriented development which replaces the past external-dependent development for China's sustainable growth.

1. 2005 年人民元改革：概略

為替変動に伴う通貨価値の変化は、物価安定の程度や他国との貿易・投資に関わる企業の利益評価の変動を生み出しうる意味において、その通貨をもつ国の実体経済に影響を与える。また、通貨価値の振幅は一国内にとどまらず、グローバルレベルでのヒト・モノ・カネの出入りにも影響を与える。中国とその通貨・人民元もまたその例にもれず、改革・開放政策の深化に伴う経済の高度成長によって、世界貿易に占める中国のシェアが急速に拡大し、経常収支は直接投資や

* 本論文は、平成 15 年度～17 年度科学研究費補助金（基盤研究（C）（2））、「グローバルゼーション下の国際通貨・金融システムの変容についての研究」（課題番号:15530124, 研究代表：石橋貞男和歌山大学経済学部教授）の研究成果の一部である。

対外貿易に大きく依存したものとなっている。こうしたなかで貿易黒字の拡大が貿易摩擦を招き、とりわけ中国の米国に対する大幅な貿易黒字拡大は、結果的に米国の関連産業界からの人民元切り上げ要求の声と、そしてそのロビイスト活動を通じての米国議会からの対中圧力を拡大させてきている。

中国の為替相場は 1994 年 1 月の制度改革による公定レートと市場レートの一歩化以降、十余年来にわたって、中国人民銀行（以下、人民銀行）が前営業日の外為市場レートの加重平均値に基づいて当日の対米ドル基準レートを発表、その上下一定幅の中での対米ドル市場レートの変動を許容する管理フロート制がとられてきたが、実際にはその変動幅は 1 米ドル＝8.27～8.28 人民元の範囲内での微増減にとどまるといった、きわめて限られたものであったため、実質的には米ドルペッグの固定相場制と見なされるものであった。

そうした人民元は 2005 年 7 月 21 日に、米ドルに対して前日比 2.1% 切り上げられ、1 米ドル＝8.11 人民元となり、以降、①ドルペッグを中止し、中長期的に通貨バスケット方式を参照しつつ、市場の情勢を見ながら、より柔軟かつ弾力的な管理フロート制に移行する、⁽¹⁾②毎営業日の取引終了後に決まる終値を翌日の中心レートにする、③日々の変動は、米ドルに対して中心レートの上下 0.3% の範囲を堅持する、⁽²⁾などといった従来よりも人民元の市場変動幅を拡大させる方向で改革が進んでいくことになった（以下、この日のレート変化および、それに伴う制度変更をまとめて便宜的に「人民元改革」と表現する）。

(1) 通貨バスケット制は複数の通貨を 1 個のバスケットにいたものと見なし、一定の割合で加重平均して自国通貨のレートを求め、さらに自国通貨をバスケット内の複数の通貨に連動させるものであるが、中国ではこうした通貨バスケットを参考にして人民元の適切なレートを設定するという意味で厳密な通貨バスケット制とはいえない。バスケット内の通貨とウエイトは主に経常収支項目（財貨・サービス貿易、対外借入、外国直接投資、移転収支）の中の主要相手国の通貨の比重を参考にするとされるが（宮本・韓 [2005]）、中国では各通貨のウエイトは具体的に開示されていない。なお、2006 年 1 月の世界経済フォーラム年次総会〔ダボス会議〕で周小川・中国人民銀行総裁は通貨バスケットでの米ドルの比率は「50% を大きく下回る」と述べたという（『日本経済新聞』2006 年 1 月 28 日付）。

(2) 人民元の米ドル以外の通貨に対する変動幅は、7 月 21 日の制度変更で上下 1.5% までと規制していたが、それから 2 ヶ月を経過した 9 月 23 日に同 3% に拡張している（対米ドル変動幅は上下 0.3% のまま）。

人民元改革によって人民元は確かに米ドルに対して切り上がったが、約2%程度という切り上げ幅とそれ以降の人民元レート変動の傾向は、例えば米国からの大幅切り上げ要求に呼応したものとはほど遠い小幅な程度にとどまっている。

2. 人民元改革と中国の金融政策環境

2-1 人民元改革の背景：資本取引規制とのその緩和

本節では、近年の中国国内での資本取引規制緩和の動きと外貨準備高の急増によって、人民元の対米ドル固定相場制の維持がすでに困難な局面をむかえ、結果、2005年7月の人民元改革につながっていったという国内経済的側面に焦点をあてて考察する。

過去約10年間をふりかえると、中国では、貿易や直接投資などの実需を伴う経常取引によって発生する資金移動については、1996年12月に経常取引において自国通貨の交換性をもたせる義務を負うIMF8条国となって以来自由であり、国内企業は輸出で稼得した代金の米ドルを自由に中国の銀行に持ち込んで人民元に交換することができるようになっている。ただし、短期的な投資や投機的なものと判断される資金の流出入については厳しく制限されていた。このように外貨決済を伴う取引は実需取引に限定され、投融資などの資本取引は原則として中国政府の認可の下で実施され、外国から国内への、そして国内から外国への資本移動はともに規制され、海外からの投機に晒されないように人民元の海外流出を抑止することで、人民元相場的大幅な変動を防ぐことを可能にしていた。

このような規制の下では、非居住者は中国政府による規定枠内でしか中国の株式や債券を買うことができず、中国の国内銀行に人民元建てで預金することもできなかった。他方、中国の一般公民も外国の証券投資や預金はできず、過度に外貨負債を増やさせないように管理され、国内企業の対外借入れなどは前もって当局からの事前認可・登録を必要とした。

国境を越えた資本移動の完全な自由、固定相場制あるいは為替相場の安定、国

内目標を実現するための独立した金融政策、といった三つの政策目標は同時に成立し得ないという、いわゆる「国際金融のトリレンマ」論に照らせば、これまでの中国は、以上のように対外資本取引に規制がかかることで、事実上の固定相場制といった為替相場の安定と、国内金利を安定させた独自の金融政策との両立が可能であったものと解釈できる。⁽³⁾ 言い換えれば、資本移動の自由を制限して金融政策の独立性と固定相場制の維持を優先し、現行国内金利が海外金利よりも高かったとしても、それに応じて非合法的な資本取引は別にして、外国資本の自由な流出入ができないことにより、資本移動を統制しながらの米ドルとの関係を固定する従来の中国の方法は、理屈上、金融政策の独立と為替安定を得ることが可能であったということになる。

中国では、かつてはこのように国内からの海外への資本逃避を懸念しての資本移動規制政策が講じられたが、こうした規制は、人民元を絡ませた資金取引をした場合に満足な為替リスクヘッジの手段がなく、実質、国内産業の育成・発展政策に応じて中国へ進出してきた外資系企業にとっては、本社との間での資金流動に齟齬を来たすなどの面で問題があることから、主にそうした企業を中心に資本取引規制の撤廃を求める声が出てきたことは想像に難しくなく、資本取引規制は実質、2000年前後から緩和の方向に進んでいくようになった。たとえば、それまで外国人（機関投資家）の中国株投資が上海、深圳株式市場に上場する外貨建て B 株や香港市場に上場する H 株、ニューヨーク市場に上場する N 株に限定されていたものを、2002 年 11 月に外国から中国国内向け投資を促進する QFII（Qualified Foreign Institutional Investors; 指定国外機関投資家）制度を導

(3) 「国際金融のトリレンマ」論および、その理論的根拠と位置づけられるマンデル・フレミング・モデルの教科書的解説に関しては、国宗 [2001] 135～139 ページ、加藤 [2002] 178～187 ページなどを参照。また、細居 [2003] はトリレンマ論の意味を再確認しつつ、固定相場制放棄による自由な資本移動と金融政策の独立性の両立可能性などの解釈論をめぐっての問題点を指摘・整理し、批判的検討を行っている。さらに、現在の中国へのトリレンマ論の適用に関しては関志雄 (C.H.Kwan) による一連の著作のなかで紹介されているが（たとえば関 [2005a] 164 ページ、関 [2005b]、関+中国社会科学院編 [2004] 226 ページなど）、資本取引規制の強弱の程度をめぐって谷口 [2005] が留保的解釈を行っており、本稿ではその解釈を参考にしながら論を展開している。

入することで、この指定を事前に中国証券監督管理委員会と国家外為管理局から認可を受けることによって一定の限度額内（合計 40 億ドル）で人民元建て A 株や国債への投資が可能となったことが挙げられる。

ただし現時点では、こうした海外からの資本流入に関する緩和の動きが積極的であったと受け止められるに対して、中国国内から海外への資本流出についての規制緩和が同時進行的に進んでいるとはいいがたい。確かに 2001 年 2 月にこれまで外国人に売買を限定していた B 株を条件付きで中国人にも解禁したという事例を挙げることはできるが、上記 QFII 制度導入とは対照的に、中国の一般公民が直接、海外の証券などに投資できるようになるといった、中国国内から海外投資促進の QDII（Qualified Domestic Institutional Investors; 指定国内機関投資家）制度導入は証券監督管理委員会において検討段階であるなど、中国国内から海外投資促進に向けての資本取引規制緩和の動きについては相対的に遅れていた。

したがって、こうした双方向的とはいえない資本流出入の規制緩和の制度面での非対称性は、資本流入による中国の国際収支の黒字累積を生み出し、したがって、現状的には中国の資本取引規制は、厳密には上記トリレンマ論で想定されるような為替相場の安定と独自の金融政策との両立の可能性を保証するものとはいいきれない面を持ち合わせている。

もっとも、近年では中国国内資本の海外進出を後押しする政策が開放政策の新たな方針（“走出去” 戦略）として提起されるようになり、その一環として人民元海外持ち出し金額の拡大、国民の海外旅行や海外留学の活性化など渡航自由化とともに国際収支の大幅な黒字傾向を相殺していくといったような、近年における政府による一連の資金対外流出制限緩和政策の実施によって、いっそ

（４）“走出去”は、改革・開放以来これまで対外開放政策の主流だった海外から投資、技術、原材料、資金を導入、または外国企業を誘致するなどの外国資本導入を意味する“引進来”の対概念であり、戦略的に促進されるようになるのは 2000 年以降であり、2004 年 3 月の全国人民代表大会での温家宝の政府活動報告などで政策面での支援が強調されるようになっている。

うの資本取引規制緩和に拍車をかけるという動きが出てきていることはここで指摘しておかねばならない。⁽⁵⁾ これら外貨持ち出し制限緩和には、外貨準備高の増加抑制、インフレ抑制につながる外国からの人民元切り上げ圧力をかわすねらいが含まれている。

2-2 資本流出入と国内金融システムの健全性

以上のような資本取引規制緩和の動きがいずれにせよ、長期的にみて資本移動の完全な自由化に向かっていくものであるとすれば、今後、資金調達手段が多様化することで企業の安定的な成長を促すことにもなる。また、余剰資金を持つ国内投資家や家計にとっても、投資先の多様化と投資リスクの分散を可能にする。

ただし、中国ではそうした資本取引自由化に先だち、国内経済において健全な金融システムを構築しておく必要がある。というのも、資本取引自由化によって国際資本フローの不安定性に直接さらされる金融部門が財務の健全性を欠くと、国内で不良債権問題の深刻化など金融危機の可能性を高め得るからである。その理解のために、以下では近年の中国のマクロ経済情勢を見ていくことにする。⁽⁶⁾

公式統計によれば、過去数年間の年実質成長率（GDP）は2000年が8.0%、2001年が7.5%、2002年が8.3%、2003年が9.3%、そして2004年が9.5%となっており、さらに今後、すくなくとも北京五輪（2008年）と上海万博（2010年）などといった、「国威発揚」的側面を帯びる国際的行事が開催されるころまでは経済成長は減速しないであろうとする期待感が存在することで、投資マインドが当面継続していくものと見るができるが、こうした傾向は、脆弱な金融シ

(5) 人民元の持ち込みおよび持ち出し限度額は2004年12月に、中国公民、外国人を問わず6000人民元から20000人民元へと大幅に引き上げられた。また、2005年8月には中国公民の外貨持ち出し限度額が従来の3000米ドルから5000米ドル（半年以上滞在の場合は8000米ドル）に引き上げられており、この背景要因として国民の海外旅行や留学の機会の増加が考えられる。

(6) より詳細については金澤 [2005] を参照。

システムを背景に必ずしも効率的な資源配分を伴うものとはいえず、また高い国内貯蓄水準を拠り所にした投資過熱が今後も発生する可能性を孕んでいる。

投資の過熱とその効率性に関して、投資が GDP を上回るペースで伸びていることから、投資比率は 1997 年以降上昇傾向にある（図表 1 参照）。そして、同期間の投資比率を実質 GDP 成長率で除した資本係数を見てみると、相対的に高い数字が連続していて、これらは引き締め期間だった 1989 年、1990 年を除く改革・開放期のその他の期間に比べ上昇傾向にある。例えば 1997 年は GDP の 33.5% を投資に充て、前年比 8.8% の実質成長を遂げていることから、資本係数は $33.5\% \div 8.8\% = 3.81$ となる。これは成長率を 1% 高めるために GDP の 3.81% 相当を新たに投資する必要があることを意味し、1998 年以降、資本係数が上昇している（最低で 2000 年の 4.60、最高は引き締め情勢下にもかかわらず 2004 年の 5.40）ということとは投資過熱の一方で、投資効率が悪化していることを示している。

これは、1990 年代後半からの投資牽引の主体である積極財政政策が長期建設国債発行にもとづき行政審査を経て計画配分される実施されるインフラ投資であったという性格上、高付加価値産業や戦略的産業の発展に対する寄与が間接的なものにとどまっていることを示している。インフラ投資に関しては、とくに後発地域を中心に地域間でのプロジェクト誘致競争を激化させている点に問題がある。このなかで各級地方政府の為政者層が自地域発展の為に相互に競い合って固定資産投資項目の建設を重視するのが、各級党政機関における人事面での立身出世の点数稼ぎとしての政治業績追求（“政績工程”）によるものであるとしたならば、これは経済効率の追求を伴うものであるとは必ずしも言いき

✓（7）2006 年 1 月、国家統計局は前年上半期に 2004 年の第 2 次産業および第 3 次産業の実態について全国レベルで行った第 1 次経済センサスの結果にもとづき、過去に遡って 1993 年以降 2004 年までの GDP 値の修正を公表した（国家統計局 [2006]）。それによると、本文でとりあげた各年の実質 GDP 成長率は、2000 年が 8.4%、2001 年が 8.3%、2002 年が 9.1%、2003 年が 10.0%、2004 年が 10.1% と、いずれも上方修正されている。なお、全社会固定資産投資データ（についても有り得る）修正に関する情報を現時点で入手していないため、本稿では修正前の GDP 公表値を使用している。ちなみに、2005 年の実質 GDP 成長率は 9.9% であった（国家統計局 2006 年 1 月 25 日公表にもとづく）。

図表1 中国・マクロ経済関連指標 (1980～2004)

	全社会固定資産投資 単位：億人民幣元	GDP(当年価格) 単位：億人民幣元	投資比率	実質成長率	名目成長率	GDP デフレーター	資本係数
1980	910.9	4517.8	20.2%	7.8%	11.9%	0.041	2.58
1981	961.0	4862.4	19.8%	5.2%	7.6%	0.024	3.80
1982	1230.4	5294.7	23.2%	9.1%	8.9%	-0.002	2.55
1983	1430.1	5934.5	24.1%	10.9%	12.1%	0.012	2.21
1984	1832.9	7171.0	25.6%	15.2%	20.8%	0.056	1.68
1985	2543.2	8964.4	28.4%	13.5%	25.0%	0.115	2.10
1986	3120.6	10202.2	30.6%	8.8%	13.8%	0.050	3.48
1987	3791.7	11962.5	31.7%	11.6%	17.3%	0.057	2.73
1988	4753.8	14928.3	31.8%	11.3%	24.8%	0.135	2.82
1989	4410.4	16909.2	26.1%	4.1%	13.3%	0.092	6.36
1990	4517.0	18547.9	24.4%	3.8%	9.7%	0.059	6.41
1991	5594.5	21617.8	25.9%	9.2%	16.6%	0.074	2.81
1992	8080.1	26638.1	30.3%	14.2%	23.2%	0.090	2.14
1993	13072.3	34634.4	37.7%	13.5%	30.0%	0.165	2.80
1994	17042.1	46759.4	36.4%	12.6%	35.0%	0.224	2.89
1995	20019.3	58478.1	34.2%	10.5%	25.1%	0.146	3.26
1996	22913.5	67884.6	33.8%	9.6%	16.1%	0.065	3.52
1997	24941.1	74462.6	33.5%	8.8%	9.7%	0.009	3.81
1998	28406.2	78345.2	36.3%	7.8%	5.2%	-0.026	4.65
1999	29854.7	82067.5	36.4%	7.1%	4.8%	-0.023	5.12
2000	32917.7	89468.1	36.8%	8.0%	9.0%	0.010	4.60
2001	37213.5	97314.8	38.2%	7.5%	8.8%	0.013	5.10
2002	43499.9	105172.3	41.4%	8.3%	8.1%	-0.002	4.98
2003	55566.6	117350.2	47.4%	9.3%	11.5%	0.022	5.10
2004	70073.0	136875.9	51.3%	9.5%	16.5%	0.069	5.40

出所：『中国統計年鑑 2005』、『新中国五十年統計資料匯編』などより作成

れない。こうした状況下で、たとえば第10次5ヵ年計画（2001～2005年）に則った都市化戦略の一環として基礎インフラ投資が大幅に拡張した場合、不動産開発熱や開発区建設熱が煽られ、結果、建設関連資材需要の急増を見込んだの低水準重複建設を誘発する一方で、原材料、石油、石炭、電力、運輸の急激な不足や農地の減少を生み出すことで全面的な需給緊張をもたらす物価上昇圧力を強めることにもなり、2003年にこれが顕在化し、一部建設資材（鋼材・セメント・電解アルミ）関連業種への投資が引き締められることになった。さらに過剰な資源・資材の投入（“爆食”）による非効率経済体質改善が進んでいないとするエネルギー多投・資源多消費型成長を考慮に入れると、投資主導での持続的成長そのものに限界がある。またこれによって生じる重複建設、過剰生産能力が過剰在庫をもたらす、企業経営のみならず銀行融資返済能力にも影響をおよぼし新たな不良債権発生の温床ともなっている点が今日の金融マクロ政策運営に影響を与えている。

またGDP成長率を上回るペースで拡大してきている投資の伸びとは対照的に、消費の伸びは長期的にみて低迷状態にある。現時点で消費が経済全体を牽引する際の力不足は、一人っ子政策・人口高齢化による老後保障の養老年金不足の深刻化、国有企業改革に伴う将来の雇用不安、住宅の商品化、子供の教育への出費などに見られる改革・開放以降の一連の政策による住民貯蓄の上昇と、消費性向と消費率の下降に原因がある。

総じて、貯蓄が国内有効需要を生み出し、積極財政政策は投資需要拡大を促したが、消費需要を効果的に喚起できていない投資と消費の構造的不均衡が持続的成長の制約要因の一つとなっている。

改革・開放以降、以上のような固定資産投資拡大に成長の多くを依存した中国経済が近年、不良債権拡大懸念を生み出し、不動産開発向け融資急増が、不十分な銀行審査の下で行われた可能性もあり、今後の景気動向や不動産市場の動向によっては、新たな不良債権の発生が懸念される。中国では脆弱な金融システムを背景に資源配分は必ずしも効率的ではない。経済の過熱によって投資プー

ムが拡大するなかで、金融は引締めに向け金利上げを必要としていくことになる。しかし、資本取引を緩和していく過程での金利引き上げは短期的な資本の流入圧力を強めることにもなる。

現に、国際収支バランス表を作成する際の各種統計資料の集計上、ズレとして生じる誤差・脱漏項目のここ数年の異常な変動から、人民元高期待の下で諸外国の投機的資本の大量流入があったものと読み取れる。中国では図表2から、誤差・脱漏項目は2001年までマイナス表示だったが、うち1997年のアジア通貨・経済危機発生時には、周辺諸国の通貨安を受けて、人民元切り下げ期待を伴った資本逃避がピークに達し、その後、資本逃避は次第に減少していったものと類推できる。貿易収支が1997年から大幅な黒字を達成・維持するようになると、それに少し遅れて誤差・脱漏項目の数値は減少し始めた。そして、中国の貿易収支黒字化による諸外国からの人民元切り上げ圧力が強くなる2002年からプラスに転化していることが確認できるが、これは資本の中国国内から国外への資本逃避ないし流出超過から、国際収支黒字幅拡大を背景に人民元切り上げ期待が高まり、切り上げを見越しての、本来規制対象となっている投機的な資金や違法な外貨取引の流入超過へと転じたものと把握できる。さらに、2005年7月の人民元改革での2.1%切り上げ以降も、経常取引が目的ではない多額の投機的な外貨流入が加速化しているとみられる。それは、現切り上げ幅では中国の経常黒字調整には効果が期待されないうに、中国が今後も依然高成長が持続するであろうことから、さらに人民元が切り上がるものと思惑が働いていると考えられるからである。

そうだとすれば、たとえば、人民元を先を買って持っていて人民元が切り上がったときに売れば、切り上がった分の利益が出る、人民元切り上げを見込んでドル建債権を持つのではなく人民元建債権に替える、輸出金額を多めに計上して人民元の受け取りを増やす、人民元建てで借金しているのを外貨建てに転換する、外貨預金を人民元預金に預け直す、あるいは借金は外貨で持つなどといった動き（リーズ&ラグズ）が横行し、必要以上のドルが国内に滞留していくかたち

で投機的な短期資金が元切り上げ等による為替差益を狙って流入してくることになる。このようにして国内での家計や企業の外貨預金が人民元に換金されると、これは国内インフレを助長する大きな要因となる。

以上のように、中国の経済構造はこれまでの国内の過剰貯蓄体質にくわえ、為替の動向での人民元先高期待の高まりで大量の投機的な資金が海外から流れ込

図表 2 中国の国際収支バランス（1982～2004）

単位：億米ドル

	経常収支					資本収支		誤差脱漏	外貨準備増減
	貿易収支	サービス収支	所得収支	経常移転収支		うち直接投資			
1982	56.74	42.49	5.63	3.76	4.86	3.38	3.86	2.79	42.78
1983	42.40	19.90	5.81	11.58	5.11	▲2.26	5.43	1.17	19.15
1984	20.30	0.14	0.40	15.34	4.42	▲10.03	11.24	▲9.32	▲6.81
1985	▲114.17	▲131.23	6.22	8.41	2.43	89.72	10.30	0.92	▲55.76
1986	▲70.35	▲91.40	17.50	▲0.23	3.78	59.44	14.25	▲8.63	▲5.72
1987	3.00	▲16.61	19.52	▲2.15	2.24	60.02	16.69	▲13.71	8.51
1988	▲38.03	▲53.15	12.54	▲1.61	4.19	71.32	23.44	▲10.11	4.49
1989	▲43.17	▲56.20	6.93	2.29	3.81	37.24	26.13	0.90	21.78
1990	119.97	91.65	15.03	10.55	2.74	32.55	26.57	▲31.34	55.43
1991	132.70	87.43	28.57	8.40	8.30	80.32	34.53	▲67.48	106.19
1992	64.01	51.83	▲1.85	2.48	11.55	▲2.51	71.56	▲82.52	▲22.69
1993	▲119.03	▲106.54	▲11.37	▲12.84	11.72	234.74	231.15	▲98.04	17.56
1994	76.58	72.90	0.67	▲10.36	13.37	326.44	317.87	▲97.75	304.21
1995	16.18	180.50	▲60.92	▲117.74	14.34	386.75	338.49	▲178.12	219.77
1996	72.42	195.35	▲19.85	▲124.37	21.29	399.67	380.66	▲155.66	314.52
1997	369.63	462.22	▲33.99	▲110.00	51.43	210.15	416.74	▲222.54	348.41
1998	314.71	466.14	▲27.77	▲166.44	42.78	▲63.21	411.18	▲187.24	50.69
1999	211.14	359.80	▲53.39	▲144.70	49.43	51.80	369.78	▲177.88	97.16
2000	205.19	344.74	▲56.00	▲146.66	63.11	19.22	374.83	▲118.93	108.99
2001	174.05	340.17	▲59.31	▲191.73	84.92	347.75	373.56	▲48.56	465.91
2002	354.22	441.67	▲67.84	▲149.45	129.84	322.91	467.90	77.94	742.42
2003	458.75	446.52	▲85.73	▲78.38	176.34	527.26	472.29	184.22	1168.44
2004	686.59	589.82	▲96.99	▲35.23	228.98	1106.60	531.41	270.45	2066.81

出所) 国家外為管理局ホームページ (<http://www.safe.gov.cn/Statistics>) より筆者作成

み、よりいっそう過剰流動性が発生しやすい体質となっているため、対内的にも対外的にも均衡のとれたマクロ金融政策での舵取りがまず必要とされることになる。

2-3 外貨準備急増とその国内経済的影響

2-3-1 外貨準備増加の背景要因

上掲の国際収支バランス表の経常収支、資本収支、外貨準備増減各項目の年次別推移から、中国では1980年代後半の経常収支赤字が資本収支黒字によってファイナンスされていたこと、そしてその間、こうした変動を反映して、減少しているか、または増加してもその伸びが高くなかった外貨準備高が1990年代以降、とりわけその後半期から一貫して急増に転じてきていること、さらに、アジア通貨・経済危機直後の1998年を除き、資本収支が長期的に黒字を維持されてきていることが確認できる。

そのうち、1990年代半ば以降の外貨準備高急増は1994年に行われた外国為替管理体制改革の一環として為替レートの一本化とともに外貨集中制が導入されたことと関わる。外貨集中制とは、人民銀行直属機関である国家外為管理局（“国家外匯管理局”）が、国内に流入する外貨の殆どを企業や個人から国有商業銀行を介して買い取ることで企業や個人の外貨保有や持ち出しを制限し、外貨を国に集中させることである。企業や個人は自ら稼得した外貨を、そのまま外貨建てで預金するのではなく、取引先の外為指定銀行（主に国有商業銀行）で金利の高い人民元預金に転換する。その結果、これらの銀行の保有外貨預金が増えることになるが、これら銀行自体も対顧客取引のために保有できる外貨ポジション額が一定範囲内に規制されているため、大量の外貨を継続的に保有することは認められておらず、人民銀行が外貨を買い取る仕組みになっている。

このように、対外貿易黒字拡大と巨額の外資流入によって市中での外貨供給が需要を上回り、その超過供給分の外貨を人民元相場安定目的のために買い入れることで、人民銀行のバランスシート上、資産側では対外資産としての外貨準

備ドルを増やし、負債側ではそれに連動して人民元売却でベースマネー増加として記録される。それは事実上のドルペッグ制を採っていた中国にとっては人民元に対する切り上げ圧力の高まりを意味するため、その圧力緩和のために人民銀行が外為市場に介入して人民元売却と外貨購入を続けることで保有外貨準備を累積していくことになる。その結果、中国の外貨準備高は1996年11月に1000億ドル台を突破し、1998年末で日本に次ぐ世界第2位の規模（1449億ドル）となり、それから十年も経ないうちに、今や外貨準備は2005年末には8189億ドルへと大幅に増加していくことになったのである（図表3および図表4参照）。

図表3 中国の外貨準備高（1950～2005, 各年末）

単位：億米ドル

1950	1.57	1964	1.66	1978	1.67	1992	194.43
1951	0.45	1965	1.05	1979	8.40	1993	211.99
1952	1.08	1966	2.11	1980	-12.96	1994	516.20
1953	0.90	1967	2.15	1981	27.08	1995	735.97
1954	0.88	1968	2.46	1982	69.86	1996	1050.49
1955	1.80	1969	4.83	1983	89.01	1997	1398.90
1956	1.17	1970	0.88	1984	82.20	1998	1449.59
1957	1.23	1971	0.37	1985	26.44	1999	1546.75
1958	0.70	1972	2.36	1986	20.72	2000	1655.74
1959	1.05	1973	-0.81	1987	29.23	2001	2121.65
1960	0.46	1974	0.00	1988	33.72	2002	2864.07
1961	0.89	1975	1.83	1989	55.50	2003	4032.51
1962	0.81	1976	5.81	1990	110.93	2004	6099.32
1963	1.19	1977	9.52	1991	217.12	2005	8188.72

出所) 国家外為管理局ホームページ (<http://www.safe.gov.cn/Statistics>)

図表4 2004年・2005年各月末別外貨準備高

単位：億米ドル

	外貨準備高	(前月末比増減)		外貨準備高	(前月末比増減)
2004. 1.	4157. 20	(+124. 69)	2005. 1.	6236. 46	(+137. 14)
2004. 2.	4266. 39	(+109. 19)	2005. 2.	6426. 10	(+189. 64)
2004. 3.	4398. 22	(+131. 83)	2005. 3.	6591. 44	(+165. 34)
2004. 4.	4490. 17	(+91. 95)	2005. 4.	6707. 74	(+116. 30)
2004. 5.	4585. 60	(+95. 43)	2005. 5.	6910. 12	(+202. 38)
2004. 6.	4706. 39	(+120. 79)	2005. 6.	7109. 73	(+199. 61)
2004. 7.	4829. 82	(+123. 43)	2005. 7.	7327. 33	(+217. 60)
2004. 8.	4961. 69	(+131. 87)	2005. 8.	7532. 09	(+204. 76)
2004. 9.	5145. 38	(+183. 69)	2005. 9.	7690. 04	(+157. 95)
2004. 10.	5424. 43	(+279. 05)	2005. 10.	7849. 02	(+158. 98)
2004. 11.	5738. 82	(+314. 39)	2005. 11.	7942. 23	(+93. 21)
2004. 12.	6099. 32	(+360. 50)	2005. 12.	8188. 72	(+246. 49)

出所) 国家外為管理局ホームページ (<http://www.safe.gov.cn/Statistics>)

2-3-2 不胎化政策：中央銀行債発行をめぐる

市中での通貨の過剰流動性を吸収するために講じられる不胎化政策は準備預金比率の変更を伴わず、また、銀行負担を増やさずにマネーサプライ拡大を抑制することでベースマネーが調整される。短期金融市場が機能していなかった頃の中国では、人民銀行への預金を増やす再貸出回収でベースマネー調整が行われていたが、それは市場を通じたものとは異なり、市中銀行の貸出額に上限を設ける形で行われた。これが有効な政策手段として機能するために、資金仲介を銀行信用に集中させて規制するかたちがとられた。これにより、企業が外部からの資金調達の際に、とくに銀行借入に依存し、その結果として資本コストが上昇し、企業経営悪化に拍車をかけることになる点で企業財務にも影響を与える。こうして銀行の貸出資産価値が低下する一方で、企業が資金を調達するための条件が厳格に制限され、銀行が資本不足に陥ることで、不良債権問題が顕在化していった。政策当局による過剰流動性抑制のための国有商業銀行への窓口指導強化は、私営企業や個人経営企業など非国有部門への流動性不足をもたら

した半面、設備投資を膨らませている国有企業への貸出や不動産投資は依然拡大しているという構造的歪みを形成したため、結果的には、再貸出回収による不胎化政策は奏効しなくなってきた。

その後、人民銀行はこうした直接的なコントロールから間接的なコントロールへの移行を目指して、金融市場の整備に着手している。それに対応して1998年以降公開市場操作が行われてきているが（図表5参照）、その操作拡充を通じて人民元の対米ドル為替レート固定のためのドル買い元売りの為替介入を実施してきている。経常収支黒字と資本収支黒字という2つの黒字と対ドル固定為替レートによって通貨人民元の市中への供給が増大し、銀行貸出の急増、投資過熱や不動産投機などのバブル的現象が生じ、インフレ懸念が高まる。ドル買い元売り介入はこのような国内景気過熱発生の要因となっているのであって、人民銀行は過熱回避の為に流動性を吸収する不胎化政策を実施するパターンを定着させてきた。

人民銀行は、為替市場において人民元の切り上げ圧力に抗して断続的にドル買い元売りの為替介入を実施する一方で、そうした外貨流入で生じた市中での過剰な人民元流通を国債売却などの売りオペにより吸収することで抑制していく。その際、国内金利が引き上げられる可能性があるから、不動産・住宅建設ラッ

図表5 中国人民銀行公開市場操作によるベースマネーの放出と回収

単位：億人民元

	放出	回収	回収－放出
1998	1762	1065	▲696
1999	7076	5169	▲1907
2000	4470	5292	823
2001	8253	8529	276
2002	1802	2820	1018
2003	10492	13186	2694
2004	13281	19971	6690
2005	22076	35924	13848

出所) 李揚編 [2004]、14 頁および中国人民銀行貨幣政策分析小組編 [2005a]、[2006] より作成

シュや過剰な設備投資が行われている場合には、そうした投資の行き過ぎを抑える効果も期待できる。

以下では外貨準備高の増加が著しい 2003 年以降の公開市場操作による不胎化介入の動向をおおまかに見ていくことにすると、まず 2003 年には人民銀行は総額 11459 億人民元のドル買い元売り介入を行っている。その一方で、年間計 59 回の公開市場操作でベースマネーを総計 1 兆 492 億人民元投入したのに対して同 1 兆 3186 億人民元を吸収し、差し引き 2694 億人民元を不胎化し、銀行間市場で吸収している（中国人民銀行『2003 年中国第四季度貨幣政策執行報告』より）。なお、ドル買い元売り介入総額からそれを差し引いた 8765 億人民元が市中に放出されたことになる。

翌 2004 年については、年末の外貨準備高は 1 年間で 2066 億ドル増になっているが、人民銀行はその増額分相当の 1 兆 6098 億人民元のドル買い元売り介入を行っている。その一方で、年間計 110 回の公開市場操作でベースマネー投入総額 1 兆 3281 億人民元と吸収総額 1 兆 9971 億人民元を差し引いた 6690 億人民元を銀行間市場での吸収で不胎化しており、ドル買い元売り介入 1 兆 6098 億人民元からそれを差し引いた 9408 億人民元をベースマネー純増分として市中に放出している（同『2004 年第四季度中国貨幣政策執行報告』より）。

2005 年に関しては、通年で市中に放出したベースマネーは累計で 2 兆 2076 億人民元、市中から吸収したベースマネーは同 3 兆 5924 億人民元であり、差し引き 1 兆 3848 億人民元分の回収超過となっている（同『2005 年第四季度中国貨幣政策執行報告』より）。うち、上半期に関してはドル買い元売り介入で市場に放出した 1 兆元のベースマネーを不胎化で 7616 億人民元吸収したため、差し引き 2384 億人民元を市中に放出している。また、時期的に 7 月 21 日の人民元改革と相前後して、7～8 月は公開市場操作の力を緩めているが、9 月の貸出が順調に伸びたことを受け、前 2 ヶ月とは方針転換させて公開市場操作の力を適度に強化したことで、大量の人民元を市中から回収した結果、第 3 四半期において 2345 億人民元の回収超過となっている。そのため 1 月から 9 月末までの累計で

見ると、上半期の市場への放出分が第3四半期の回収によってほぼ相殺されている中立的な調節になっている（同『2005年第二季度中国貨幣政策執行報告』および『2005年第三季度貨幣政策執行報告』より）。そして、上述の通年の回収超過額から第4四半期においてひきつづき公開市場操作をいっそう強化しての人民元回収があったことが確認できる。

以上のようなドル買い介入において、人民銀行は本来手持ちの国債が必要であったが、国債の多くが商業銀行によって保有され続けており、かつ国債の流通市場が十分に機能していなかったことから、人民銀行保有分が不足していた。その不足分は2003年4月以降、人民銀行が自らを支払人として振り出した中央銀行債（“央行票據”）を発行し、それに加えて債券レポ取引（ここでは、中国では“正回購”と表現される、一定期間後に買い戻すという条件付きでの債券の売りオペ）を通じて、金融市場で主に国有商業銀行に売却することで補い、ドル買い元売り介入の結果生じる市中の過剰な人民元を吸収、適度なベースマネー維持に努めてきている。この際、発行中央銀行債の販売代金は商業銀行が人民銀行に開設している準備預金口座から引き落とされる。中央銀行債の発行総額と回数は2003年が総額7227億人民元、計63回の発行、2004年が総額1兆5072億万元、計105回の発行、2005年が総額2兆7380億人民元、計125回の発行と急増し、中国の債券市場において大きなシェアを占めるようになっている⁽⁸⁾。

また、満期日別でみて中央銀行債は3ヵ月、6ヵ月、1年、3年の4種類からなる。これらの入札および落札の状況は逐次中国人民銀行から「公開市場業務交易公告」として公表されているが、2004、2005年各月の満期日別の中央銀行債発行状況を表示すると（図表6）、1年物と3ヵ月物が主流であるのに対して、3年物は2004年12月から2005年5月までに集中して発行されているのが確認で

(8) 中国人民銀行公式ホームページより。また、2005年における買戻し条件付き債券売りオペの回数（および市中からの人民元吸収額）は計62回であり、債券の先物の期日別でみて、7日物が18回（計1200億人民元）、14日物が4回（計430億人民元）、28日物が27回（計3750億人民元）、91日物が1回（200億人民元）、そして182日物が12回（計1800億人民元）となっている。

図表6 中央銀行債（“央行票據”）発行と債券現先の規模（2004～05，各月別累計）

単位：億人民元

		満期別中央銀行債発行額				債券現先（＊）	
		3年満期	1年満期	6ヵ月満期	3ヵ月満期	売りオペ	買いオペ
2004 年	1 月	0	0	260	161	0	400
	2 月	0	400	600	350	0	0
	3 月	0	1200	580	602	0	0
	4 月	0	415	0	197	0	0
	5 月	0	928	0	200	500	0
	6 月	0	300	0	350	270	0
	7 月	0	220	0	600	890	0
	8 月	0	360	0	450	460	0
	9 月	0	580	200	580	358	0
	10 月	0	960	0	1100	150	0
	11 月	0	830	0	420	250	0
	12 月	300	1300	200	5260	220	0
年間累計		300	7493	1840	10270	3098	400
2005 年	1 月	450	1510	240	330	200	0
	2 月	350	200	150	450	50	380
	3 月	1100	1300	550	700	300	0
	4 月	1000	1000	0	500	150	0
	5 月	650	900	0	600	200	0
	6 月	0	600	0	1200	700	0
	7 月	0	450	0	650	1200	0
	8 月	0	800	0	600	1300	0
	9 月	0	900	0	1750	900	0
	10 月	0	1000	600	1300	300	0
	11 月	0	1500	682	1250	700	0
	12 月	0	1950	150	100	1380	0
年間累計		3550	12110	2372	9430	7380	380

2004 年に関しては李揚編 [2005]，45 ページ

2005 年に関しては中国人民銀行ホームページ上の「公開市場業務交易公告」を筆者整理のうえ作成

（＊）本表での売りオペとは買戻し条件付債券売りオペ（原文では“正回購”），買いオペとは売戻し条件付債券買いオペ（同“逆回購”）を意味する。

⁽⁹⁾ きる。ここで中央銀行債を運用する側としての商業銀行からすると，債権の利回

りの大小が問題となる。「公開市場業務交易報告」から確認できるのは、1年物、3ヵ月物ともに利回りは2004年には総じて、法定預金金利（1年物：2.25%、3ヵ月物：1.71%）を上回っていたのが、2005年3月中旬以降総じて下回っていて逆鞘となっている。もっとも、中国では人民銀行に預ける準備預金にも金利がつき、法定準備率の7.5%の範囲内では年1.89%、それを超過した分は0.99%であることから、その数字よりも利回りの方が高ければ、中央銀行債への購入意欲は減退しにくい側面があることも否定できない。さらに、次節でとりあげるように外貨準備を部分的に米国債購入で運用している現状から、中央銀行債は、その利回り（支払利息）と米国債運用から得られる受取利息（金利収入）との間の大小関係からも影響を受けることも考えられる。人民銀行が購入した海外資産の収益率が、国内資産の収益率を下回るならば、人民銀行は損失を被り、それは最終的に財政負担になる。

こうしたことから、2005年7月の人民元改革以前の段階で、中央銀行債をめぐって、商業銀行からの購入意欲や満期限別の発行の変化、利回りの昇降などは、自ら支払人として債券を発行する中央銀行としてのバランスシートの健全性が問われる意味で安定性に問題を内包している。また、中央銀行債のシェアを高めて人民元を市中から吸収する方法は、債券発行規模の増加で金利を引き上げさせ、それによって人民銀行の収支に影響し、債券市場にゆがみをもたらす問題点を抱えている。

- ✓（9）中央銀行債発行は原則、毎週火曜日に1年満期物を、同木曜日に短期債（主に3ヵ月満期）を発行するパターンが定着しているが、2005年12月8日から2006年2月2日までの木曜日は12月29日に1年満期物中央銀行債450億人民幣分発行の記録がある以外は短期債発行が停止し、2月9日に再開している。また図表6で2004年が1月に、2005年が2月にそれぞれ、売戻し条件付き債券買いオペ（“逆回购”，リバースレポ）が見られるのは、春節（旧正月）を目前にひかえた消費の盛り上がり背景に市中での現金需要が膨らむことへの対策の結果と受け止められる。因みに人民銀行ホームページ上の「公開市場業務交易公告」の記録から、2006年の春節前の一回だけの売戻し条件付債券買いオペによって、2004年、2005年の春節前をはるかに上回る1183億人民幣が市中に放出され、逆に春節明けの2月7日には中央銀行債発行で一日の発行額としては過去最高の1200億人民幣が、そして買戻し条件付売りオペで440億人民幣が市中から吸収されていることが確認できる。

(つづく。なお、使用参考文献一覧は次回にまとめて掲載する)